

コロナ後、デフレかインフレか

植田和男氏 共立女子大学教授、東京大学金融教育研究センター長



新型コロナウイルスによる経済全体への影響はデフレ論とインフレ論がある。不確実性からくる企業の設備投資の抑制、家計の貯蓄増はデフレ圧力となる。拡張的な財政金融政策はインフレ要因だが、中銀の金融引き締め策がある。ワクチン開発で感染症が克服され、政策も適切ならばどちらにもならない。

新型コロナウイルス感染症の経済的影響は多岐にわたる。顧客と直接の接触が必要な業種にマイナスで、リモートワークに関連した業種にはプラス等、ミクロの影響にはわかりやすいものも多いが、経済全体への影響となると議論は必ずしも収束していない。一般物価への影響はその良い例である。コロナショックは深刻なデフレを引き起こすという論者から、逆にコロナ対応の拡張的な財政金融政策がインフレの大幅な上昇をもたらすという論者までまちまちである。

しかし、達観して考えてみると、コロナ感染症は一時的なショックであり、遠くからワクチン等の開発によって克服されるだろう。感染症対策、財政金融政策が、経済を通じての相互依存関係を考慮しつつ適切に発動され、不要になれば解除されるとすれば、デフレにもインフレにもならないと考えられる。物価が不安定化するとすれば、政策対応に問題があるケースだろう。

もう少し詳しく見てみよう。4月、5月を中心に顧客との直接接触が重要な業種（関連業種）では、政府による休業要請と顧客自身の慎重な行動によって、売り上げの大幅な低下を見た。国内総生産（GDP）では、今年第2四半期に25%程度、今年全体でも5～6%の大幅減少という見通しが標準的である。GDPが大きく減少するのだから、GDPギャップが拡大し、強いデフレ圧力が発生していると言いたくなるが事はそう単純ではない。

関連業種では、人々が利用しなくなったので、確かに需要は落ち込んだが、休業要請にこたえる形で供給も無くなってしまったのである。つまり、第一次近似として、低い活動水準で需給はマッチしたと考えられる。他業種への影響は好悪まちまちである。

デフレ効果があるとすると、影響を受けた産業の労働者が支出を切り詰める、あるいは失業者となり、職探しをする過程で賃

金に低下圧力を発生させる場合である。しかし、これまでのところ両者とも限定的である。政府からの移転支出、補助金によって、所得減少の影響は緩和されているし、企業も休業者の形で多くの労働者を抱えて給与を支払っている。日銀等を起点とする緊急融資も下支えとなっている。

以上の見方が崩れるとすれば、いくつかのケースが考えられる。一つは感染症が予想以上に長引き、政策が十分デフレ効果を打ち消すことができなくなる場合である。特にマイナスの影響を受ける企業の赤字が長期化すれば、債務超過となり、単純ななぎ融資では救えなくなる。金融機関、政府サイドでも融資で良かったものが、資本注入となると二の足を踏むケースも出てこよう。

感染症対策の一つのポイントは、ロックダウン解除が感染の再拡大にならないよう十分な検査体制等の措置を用意しつつ、適切なタイミングで実行されることである。6月から7月の東京周辺の事態、あるいはGo To トラベル政策をめぐる混乱を見ると、ロックダウンのもたらす財政コスト懸念もあって、この点に関する意思決定が極めて難しいことがわかる。

感染症をめぐる不確実性は、支出を長期にわたって抑制する可能性がある。設備投資は言うまでもなく、家計も予備的動機から、（あるいは低下した純資産を引き上げるために）貯蓄を増やす可能性がある。この場合、自然利子率には一段の低下圧力がかかる。歴史的にも多数の死者が発生した感染症の後には、こうした傾向が顕著にみられるようである。そうなると、単純なマクロ政策では対処が難しい。

逆にインフレ率が大幅に上昇するリスクはないのだろうか。年初来の事態でグローバルなサプライチェーンには亀裂が入っている。また、関連業種では感染防止策（客同士の距離を確保等）がコスト増要因となっている。さらにマクロ的には、過去に見

られない規模の財政からの移転支出と中央銀行による資産買い取りの組み合わせとなっており、いわゆるヘリコプターマネーの様相を呈している。

それでも、近い将来目標を超える大幅なインフレ率の上昇が発生する可能性はあまり高くないだろう。目標に近づけば、中央銀行が適切な金融引き締めを実行すればよいからである。デフレ克服には金利のゼロ制約に代表される金融緩和策の限界が制約条件となってきたが、インフレを抑えるための金利の引き上げに限界はない。

インフレが問題になるとすれば、中央銀行が適切な引き締め政策を発動できないケースである。この点、最大のリスクは膨れ上がった国債残高である。2%の目標を大幅に超えるインフレで国債を実質的に償却しようという財政サイドの誘因は無視できない。またその手前で、何らかの要因によりインフレ率の上昇が始まると、それに伴う金利上昇、国債消化難を緩和するために、金融緩和継続の圧力がかかり、結果的に高率のインフレになってしまうリスクも存在する。様々なデフレ方向の危機を経験する中で中央銀行への政治的圧力は相次いだ。今後のインフレ時に、適宜適切な引き締めが実行できるかどうかは未体験の領域と考えざるを得ない。

しかしながら、当面のところは、物価の不安定性につながるような問題ある政策運営の可能性は、デフレリスク側に多いと言えそうである。

関連ニュース

2020年7月29日付日本経済新聞電子版 政府は物価変動の影響を除いた2020年度の実質国内総生産（GDP）の成長率をマイナス4%台半ばとする見通しをまとめた。新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、年初に閣議決定した見通し（プラス1.4%）から大幅に下方修正する。リーマン・ショックのあった08年度の実績（マイナス3.4%）を超える落ち込みを予想する。近く開く経済財政諮問会議で示す。

キーワード

■GDPギャップ 国の経済全体の総需要と供給力の差のこと、需給ギャップともいう。総需要は国内総生産（GDP）で、供給力は国内の労働力や製造設備などから推計する。需要よりも供給力が多いとGDPギャップが拡大、企業の人や設備が過剰な状態になる。景気判断の参考指標として用いられるほか、物価の先行きを予測するための指標としても活用されている。

うえだ・かずお 1974年（昭和49年）東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」

に働きかけて中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱になる。2005年東大経済学部教授に復職し、17年3月に退官。17年4月から現職。静岡県出身。68歳。